



社会保障基金风险准备金制度激励效应分析

——基于社会保障基金投资管理人视角的研究

■ 赵孟华 李连友

社会保障基金风险准备金制度是实现社会保障基金最低收益保证的重要保障。我国现行的制度设计不仅缺乏激励效应,而且会产生对投资管理人的负激励,增加投资风险。我国可以通过改变风险准备金资金来源、优化其作用机制,实现防范风险、补偿损失与激励投资管理人的目的,并达到保障最低收益的目标。

[关键词] 社保基金风险准备金;激励效应;负激励;操作风险

[中图分类号] F840.61 [文献标识码] A [文章编号] 1004-518X(2008)10-0081-04

赵孟华(1980—),男,厦门大学金融系博士研究生,湖南大学金融学院讲师,研究方向为保险与社会保障;(福建厦门 361005)李连友(1965—),男,湖南大学金融学院教授,博士生导师,研究方向为社会保障。(湖南长沙 410079)

本文系湖南大学青年基金项目“基本养老保险中的道德风险——参与者的博弈分析”的阶段性研究成果。

在社会保障基金(以下简称社保基金)运营管理中,为了防止因管理不善或违规行为而使社保基金承担超过正常水平的投资风险,一些国家在对基金投资各环节进行风险控制的基础上,建立了以保证社保基金最低收益为目的的风险准备金制度。在社保基金投资中,基金管理人的主观因素和证券市场投资风险(如管理不善或违规行为等操作风险)都会对社保基金投资收益产生影响。^①社保基金风险准备金作为保证最低收益的制度安排,能否发挥对投资管理人的激励与约束作用,无疑是衡量该制度是否完善的重要标准。对此问题学界的主要观点包括:应在现行风险准备金的基础上,通过赋予投资管理人剩余收益索取权、加大其风险补偿的责任,以加强对社保基金投资管理人的激励与约束;不适当的绩效费用将改变基金管理人投资决策时的风险偏好,诱使其进行更具风险性的投资等。如何通过风险准备金制度的设计实现对投资管理人的激励与约束,是一个复杂的

问题。本文首先分析各风险准备金制度类型对投资管理人的激励效应;然后通过动态变化资金来源及准备金提取量、优化作用机制等来构建具有激励效应的风险准备金制度;最后针对性地提出完善我国社保基金风险准备金制度的建议。

一、现行社保基金风险准备金制度激励效应分析

社保基金风险准备金制度的构成要素主要有资金来源和作用机制等。从其他国家的情况看,风险准备金主要从投资管理人资产管理手续费收入(以A表示)和社保基金投资收益(以B表示)中提取;风险准备金制度的作用机制则大体相同,即将风险准备金按照补偿顺序分为两个层次,在第一层次不足以补偿损失时,由第二层次进行补偿,直至达到最低收益。由此形成了两种制度类型:第一种类型中,第一层次的风险准备金由A构成,第二层次由B构成,我国的风险准备金即属于该类

型;第二种类型中,第一层次的风险准备金由 B 构成,第二层次由 A 构成,如智利的制度形式。

(一)第一种制度类型中的制度激励效应分析

当社保基金投资收益率低于最低收益率时,风险准备金即介入补偿。在第一种制度类型中,投资管理人首先动用 A 进行弥补,如有不足,再由 B 补偿。这意味着只要出现了投资损失,不论损失的原因是什么,都将由投资管理人资产管理手续费进行弥补。根据损失原因,我们分以下几种情况,分析损失对投资管理人未来行为的影响。

1. 社保基金投资损失是由投资管理人不当行为造成的。由投资管理人负责其自身原因造成损失的补偿,必将促使他强化风险控制、规范投资行为。因为通过控制自身风险降低投资损失的发生率,直接降低投资管理人用于损失补偿的支出。从长远看,随着弥补投资损失支出的减少,风险准备金的积累速度也会加快,最终减少投资管理人风险准备金的支出(现行制度要求风险准备金达到社保基金净值的一定比例即停止提取)。在这种情况下,社保基金投资损失与补偿的主体一致,这使风险准备金制度具有一定的激励效应。

2. 社保基金投资损失是由投资管理人和市场风险共同作用造成的。例如,两者分别造成了 40% 和 60% 的损失,损失额在第一层风险准备金的补偿额度内。按照制度的要求,投资管理人必须补偿 100% 的损失。虽然基于未来降低损失补偿的考虑,投资管理人也会进行相应的风险控制,但由于造成损失的主体与弥补损失的主体存在不一致,制度所给予的激励效应就弱一些。

3. 社保基金投资损失是市场因素作用的结果。例如社保基金股票资产价值因重大政策利空导致的损失。这种情况下由投资管理人弥补市场因素造成的损失。这是一种典型的损失与补偿主体不一致的情况。由于市场风险并不是投资管理人所能控制的,即使他加大投入,降低操作风险,根据制度规定,投资管理人损失补偿的支出也不会降低。所以,这种情况下制度安排并不能向投资管理人提供有效激励。

综合以上三种情况可以看出,这种制度安排的激励效应是较弱的,不利于调动投资管理人的积极性。

(二)第二种制度类型中的制度激励效应分析

在第二种制度类型中,由 B 首先弥补损失,如有不足,再由 A 补偿。依据损失原因,我们分三种情况展开分

析。

1. 社保基金投资损失由市场因素造成。在这种情况下,损失的产生与补偿均和投资管理人没有关系(前提条件是投资损失可以由风险准备金的第一层完全弥补),对投资管理人并无激励效应可言。

2. 社保基金投资损失是由市场因素和投资管理人的不当行为共同作用造成的。在这种情况下,除非损失需要第二层的风险准备金介入,否则投资管理人造成损失的责任不会受到风险准备金制度的追究。在没有其他约束机制存在的情况下,投资管理人更不会有动力降低操作风险、强化内部控制。

3. 社保基金投资损失由投资管理人的不当行为造成。这种情况下由社保基金投资收益弥补投资管理人造成的损失。这是一种典型的损失与补偿的主体错位的情况,它将向投资管理人发出错误的信号:即使是他操作不当造成社保基金投资损失,也将先由社保基金投资收益弥补,其不当的投资行为并不会得到风险准备金制度的惩罚。在这种情况下,制度安排不仅起不到激励投资管理人进一步加强内部控制的效果,反而会诱使他为了降低成本而减少在风险控制方面的投入,从而导致社保基金投资风险进一步加大。

表 1 现行风险准备金制度激励效应分析表

制度类型 \ 损失原因	市场因素	市场因素与投资管理 人不当投资行为	投资管理人 不当投资行为
第一种	具有一定的激励效应	具有较弱的激励效应	无明显的激励效应
第二种	无明显的激励效应	无明显的激励效应	负激励效应

上述分析说明,社保基金投资中导致损失的主体和损失补偿的主体不一致,致使投资管理人缺乏动力进行风险控制。这种情况的产生,一方面是由于损失原因的不可分性,无法明确某一次损失具体的致损主体;另一方面,现行制度安排又加剧了损失补偿的不合理性。该制度的两种类型隐含着恰好相反的假设:第一种制度类型将投资损失归咎于投资管理人的操作风险,第二种制度类型将投资损失归咎于社保基金投资中的市场因素,在发生损失时,要么由投资管理人的资产管理手续费弥补,要么由社保基金投资收益弥补,并不区分每一次损失的原因。现行制度还有一个缺憾,虽然笔者未作分析,但负激励是显而易见的:当投资业绩良好,风险准备金仍然保持不变。所以两种制度类型所具有的激励效应是不明显的,在某些情况下甚至会出现负激励(见表 1)。

二、具有激励效应的社保基金风险准备金制度的构建

理想状态下的激励效应能够区分每次损失的原因,实现致损的主体与损失补偿的主体完全一致,并对良好的业绩予以奖励。但由于每次致损的主体并不能确定,理想的状态不可能实现。在这样的约束条件下,我们唯有降低标准,寻求现行制度的改进。为此,我们认为:第一,从长期来看,社保基金最低收益率的实现受到市场因素和投资管理人行为的影响,理应由社保基金投资收益与投资管理人资产管理手续费共同构成风险准备金。第二,不严格区分每次损失的原因,仅对社保基金在一段时期内的投资收益情况进行考察,弱化每次损失发生时进行补偿所带来的负效应。以社保基金投资收益率作为衡量投资管理人业绩的标准,通过风险准备金的动态变化实现奖优罚劣。

我们具体设想为:将风险准备金分成两个层次,第一层次是各投资管理人自行提取的弥补一般投资损失的风险准备金,提取的比例动态变化;第二层次是由社保基金委托人从社保基金收益中提取的预防重大投资损失的风险准备金,提取比例固定。对于第二层次我们这里不做讨论(本文分析的视角是投资管理人,第二层次风险准备金主要涉及社保基金委托人)。在第一层次的设计中,首先,我们确定各投资管理人风险准备金初始的提取比例。根据投资管理人以往的投资业绩、投资风格及内部风险控制能力进行排队、评级,对应于不同的提取比例,该比例将随投资业绩而动态变化。其次,我们确定这一层风险准备金的资金组成。它将由A和B(社保基金投资收益和投资管理人资产管理手续费)共同组成,并根据各投资管理人每年的投资业绩不断调整。下面我们运用图示对这一安排所具有的激励效应进行分析说明。

在图1中,横轴X和纵轴Y分别代表组成第一层次准备金中A和B的比例,MN是A和B的所有有效组合。P是MN上任意一点。假定投资管理人是追求利润最大化的经济人,社保基金第一层次风险准备金中A、B构成比例的调整周期是m年,提取总量的调整周期是n年(其中 $m < n$)。显然,投资管理人的效用在M点最低,因为该点表示风险准备金资金来源全部是A,意味着投资管理人费用支出的增加;与之相反,图中的N点效用最高。

以社保基金投资管理人Q为例,其风险准备金构成处于P点的位置。为了降低风险准备金中A的比例,Q

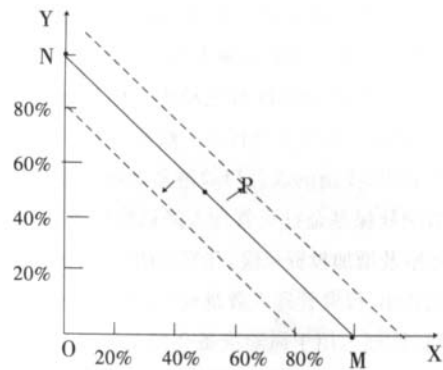


图1 社保基金风险准备金激励效应分析图

会通过完善内部控制体系、降低操作风险来保证最低收益。在m年考察期内,如果Q的投资收益率高于保证的最低收益率,风险准备金制度将通过降低A、提高B的方式,对投资管理人良好的业绩予以奖励(在图中表现为P点沿着MN向N点移动);在n年考察期内,Q的业绩良好并保持相当的稳定性,风险准备金制度则通过降低风险准备金提取总量激励其继续规范投资行为、提高内控水平,在图中表现为MN向原点方向平行移动。在m年考察期内,如果投资管理人有松懈,那么伴随着投资收益的恶化,其风险准备金的构成将向M点方向前进,即直接增加投资管理人的支出;在n年考察期内,如果其业绩持续较差,风险准备金制度则会增加其风险准备金的提取总量(图中表现为MN向远离原点的方向移动),这将进一步导致投资管理人利润的下降、效用的降低。

在这样的制度安排下,投资管理人获得了风险准备金构成及提取量的动态变化所带来的持续的激励效应,将有动力加大风险控制投入、降低投资风险,从而保证社保基金最低收益的实现。

三、对我国社保基金风险准备金制度设计的启示

我国的《全国社会保障基金投资管理暂行办法》规定:社保基金投资管理人按当年收取的社保基金委托资产管理手续费的20%提取社保基金投资管理风险准备金,专项用于弥补社保基金投资的亏损。社保基金管理风险准备金在托管银行专户存储,余额达到社保基金委托管理资产净值的10%时可不再提取。社保基金理事会按社保基金净收益的20%提取一般风险准备金,专项用于弥补社保基金投资发生重大亏损时,社保基金投资管理人所提管理风险准备金不足以弥补的亏损。一般风险

准备金余额达到社保基金资产净值的 20% 时可不再提取。当发生社保基金投资管理投资亏损时,我国现行社保基金风险准备金制度首先动用社保基金投资管理准备金进行弥补,不足部分再由一般准备金弥补。^②

分析表明,我国的这种风险准备金制度类型并不能有效地激励社保基金投资管理人降低操作风险,还可能产生负激励及增加投资风险。在发展的初期,由于社保基金规模比较小、投资管理人数量较少,资产管理费一般比较高,投资管理人用于风险准备金的支出对其利润的影响不大,该制度类型的副作用并不会很明显。但是随着社保基金投资规模的迅速扩大,投资管理人的竞争也越来越激烈,不合理制度的阻碍作用终将显现出来。

我国社保基金风险准备金制度可以这样调整:将风险准备金分为一般风险准备金和投资管理风险准备金。前者与现行的一般风险准备金一致,投资管理风险准备金的资金构成及提取总量将动态变化。首先,设定不同风险水平下的风险准备金提取比例。由全国社保基金理事会根据我国社保基金市场及证券市场的发展状况,参考社保基金的战略投资计划来设定风险准备金的不同等级。等级之间应以风险准备金资金构成比例和总量作为区分。其次,确定各投资管理人的初始风险准备金提取比例。委托中介机构依据各投资管理人的投资记录、投资风格及内部风险控制能力对其进行排队、评级,最终确定各投资管理人的风险准备金水平。第三,确定风险准备金的调整周期。一般而言,风险准备金构成比例的调整周期要长于提取总量的调整周期。而调整周期的长短主要受限于证券市场的成熟程度、投资管理人的投资风格。第四,依据调整周期对投资管理人进行考核,据此调整各投资管理人的风险准备金水平。例如,在社保基金市场中,其投资管理风险准备金共分五级,构成比例与提取总量的调整周期分别为 m 、 n 年。一家基金管理公司获得社保基金的投资管理权,根据中介机构的评估,全国社保基金理事会准予它按照第二级的标准提取风险准备金。如果在 m 年内,其投资业绩优良,投资收益波动很小,它就可以按照第三级标准构成比例提取准备金,这意味着投资管理人可以从投资收益中提取较多的资金作为风险准备金,这将减少投资管理人对风险准备金的支出,间接增加收益。如果在 m 年内,其投资业绩较

差,将被要求按照第一级的构成比例标准提取准备金,这会增加其风险准备金中资产管理费的比例,致使其收益减少。如果在 n 年内,其投资业绩持续稳定,就可以实行第三级的风险准备金提取总量标准,即减少风险准备金的提取总量。如果在 n 年内,其投资业绩较差,则可能被调到风险准备金提取总量较高的级别。这样的安排具有较强的激励效应,投资管理人必会加强风险控制以增加收益、减少支出,从而降低投资风险、为最低收益的实现提供更有力的保证。

注释:

①智利的社保基金风险准备金体系中,第一层次的是收益波动准备金,来源于社保基金投资收益高于前 12 个月平均投资收益率 2 个百分点以上的部分;第二层次是现金准备金,来源于养老金管理公司自行筹措的不低于所管理全部养老金资产的 1% 的资金。

②引自《全国社会保障基金投资管理暂行办法》,劳动和社会保障部、财政部 2001 年。

[参考文献]

- [1] 劳动保障部社会保险研究所,博时基金管理有限公司. 中国企业年金制度与管理规范[M]. 北京:中国劳动保障出版社,2002.
- [2] 邓大松,刘昌平. 中国企业年金制度研究[M]. 北京:人民出版社,2004.
- [3] 李连友. 社会保险基金运行论[M]. 成都:西南财经大学出版社,2000.
- [4] 林义. 社会保险基金管理[M]. 北京:中国劳动保障出版社,2001.
- [5] 劳动和社会保障部,财政部. 全国社保基金投资管理暂行办法[Z]. 2001.
- [6] 王苏生. 证券投资基金管理人的责任[M]. 北京:北京大学出版社,2001.
- [7] 董拥军,邱长溶. 中国社保支出与基尼系数关系的实证分析[J]. 求索,2007,(11).
- [8] 侯凤萍. 社保基金入市的最低收益保证[J]. 北京机械工业学院学报,2003(3).

责任编辑:叶萍